

Bogotá, 3 de agosto de 2011

Señores
Presidentes y demás miembros
Honorable Comisiones Terceras
Constitucionales permanentes
Senado de la República
Cámara de Representantes

Estimados señores:

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5° de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 2011. De la misma manera, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para el presente año y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas. En los dos últimos capítulos se informa sobre la composición de las reservas internacionales y la proyección de la situación financiera del Banco de la República para el año 2011.

Con un atento saludo,



José Darío Uribe Escobar
Gerente General

INTRODUCCIÓN

La recuperación de la economía global atraviesa actualmente por uno de sus momentos más débiles desde su inicio hace dos años. Al tiempo los riesgos de un menor crecimiento se han incrementado, sobre todo en las economías desarrolladas. Ante esta incertidumbre, las economías emergentes se han convertido en el soporte de la recuperación mundial.

En este panorama internacional tan heterogéneo, la economía colombiana, con un crecimiento anual de 5,1% en el primer trimestre de 2011, se ubicó por encima del promedio en América Latina.

El reto que enfrentan las autoridades económicas es preservar este buen crecimiento en un contexto de inflación estable.

La recuperación de la economía global atraviesa actualmente por uno de sus momentos más débiles desde su inicio hace dos años, al tiempo que los riesgos de un menor crecimiento se han incrementado. Los mercados financieros se encuentran cada vez más inquietos por la renovada preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública en los países de la periferia de la zona del euro, especialmente por Grecia, y ante el pobre desempeño de las economías avanzadas, para las cuales el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento de 2,2% en 2011, inferior al 3% observado en 2010. En contraste, los países emergentes vienen mostrando un fuerte ritmo de expansión económica, con lo cual continúa profundizándose el desbalance en el desempeño de la economía mundial.

Los mercados financieros se encuentran cada vez más inquietos por la renovada preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública en los países de la periferia de la zona del euro.

Varias razones, algunas de carácter transitorio, explican el retroceso económico de los países desarrollados. El efecto devastador del tsunami en Japón contrajo severamente el crecimiento en ese país y produjo una interrupción de la cadena de suministros que afectó la producción industrial y redujo la confianza y el gasto de los consumidores. El incremento en los precios del petróleo en los primeros meses del año, a raíz de la inestabilidad política en el mundo árabe, debilitó la demanda de los consumidores que debieron destinar una mayor parte de sus ingresos al pago de combustibles más costosos, sobre todo en una economía de tan elevado consumo de energía como los Estados Unidos. La volatilidad financiera

Durante 2011 las economías emergentes continúan creciendo a un ritmo elevado gracias al estímulo de fuertes entradas de capital, la recuperación del consumo interno, una política macroeconómica aún laxa y, en algunos casos, la mejora en los términos de intercambio.

Para varias economías emergentes los retos actuales de política se centran en evitar crecimientos insostenibles que puedan generar presiones inflacionarias, excesivos aumentos del crédito, burbujas en el precio de los activos y ampliaciones del déficit en cuenta corriente, que comprometan la estabilidad macroeconómica.

como resultado de la crisis en Grecia y los peligros de contagio a otras economías europeas, menoscabó la confianza y puso en entredicho la sostenibilidad del crecimiento. A estos factores se agregan los persistentes desequilibrios fiscales y financieros, y la debilidad del mercado laboral y de vivienda que continúa afectando la recuperación de la mayoría de las economías avanzadas.

Ante el débil desempeño del mundo desarrollado, las economías emergentes se han convertido en el soporte de la recuperación mundial. Durante el año 2010 alcanzaron en conjunto un crecimiento de 7,4%, liderados por China e India, con cifras anuales superiores a 10%. El desempeño de Latinoamérica y El Caribe fue igualmente sobresaliente al lograr en 2010 un crecimiento de 6,1%, con expansiones superiores a 7,5% anual en los casos de Argentina, Perú y Brasil, y mayores a 4% en México, Chile y Colombia. Durante 2011 las economías emergentes continúan creciendo a un ritmo elevado gracias al estímulo de fuertes entradas de capital, la recuperación del consumo interno, una política macroeconómica aún laxa y, en algunos casos, la mejora en los términos de intercambio. De hecho, para varias economías emergentes los retos actuales de política se centran en evitar crecimientos insostenibles que puedan generar presiones inflacionarias, excesivos aumentos del crédito, burbujas en el precio de los activos y ampliaciones del déficit en cuenta corriente, que comprometan la estabilidad macroeconómica. Esto explica que varias economías emergentes hayan comenzado a retirar los estímulos fiscales y monetarios adoptados durante la crisis. No obstante, algunos países asiáticos parecen estar rezagados en el proceso de normalización de su política macroeconómica, lo cual empieza a reflejarse en incrementos de la inflación, acelerado aumento del crédito y elevados precios de la vivienda en esos países. En este entorno, el FMI pronostica una moderación del crecimiento del producto interno bruto (PIB) real en las economías emergentes, donde para el caso de América Latina la región crecería 4,6% en 2011 frente al 6,1% observado en 2010.

En un contexto internacional tan heterogéneo, la economía colombiana viene mostrando un sólido dinamismo que ha obligado a revisar hacia arriba las estimaciones de crecimiento para 2011. Durante el primer trimestre del año el PIB aumentó a una tasa anual de 5,1%, cifra superior a la registrada en 2010 (4,3%), y levemente mayor que la observada en el último trimestre del año pasado (4,8%). Lo anterior ubica a Colombia encima del promedio en América Latina, aunque por debajo de Chile, Ecuador y Perú, cuyos crecimientos, cercanos al 9% en el primer trimestre de este año, podrían tornarse insostenibles en el mediano plazo.

El desempeño de la economía colombiana se ha visto estimulado por condiciones externas e internas favorables. Entre las primeras cabe mencionar el mejoramiento de los términos de intercambio y las mayores entradas de capital. A esto se añade el otorgamiento del grado de inversión para Colombia que constituye un estímulo para la inversión extranjera y permite a los inversionistas locales el acceso a recursos de financiamiento externo abundantes y más baratos. Entre los factores internos se destacan la alta disponibilidad de crédito en un contexto de tasas de interés reales que aún se mantienen en niveles bajos, y los avances registrados en el mercado laboral, al ocurrir especialmente en el segmento asalariado. Este buen

La economía colombiana viene mostrando un sólido dinamismo que ha obligado a revisar hacia arriba las estimaciones de crecimiento para 2011.

Desde el punto de vista de los sectores productivos, el patrón de crecimiento que se vislumbra a partir de los resultados del primer trimestre es el de una economía en la que numerosas ramas de actividad se están desempeñando satisfactoriamente.

A pesar de que la recuperación de la actividad económica ya se refleja en una mejoría del mercado laboral.

ambiente económico ha propiciado el fortalecimiento de la demanda privada, lo que se ha reflejado en el incremento del consumo de los hogares, principalmente en bienes durables, y en el dinamismo de la inversión en los rubros de equipo de transporte, maquinaria y equipo, y construcción y edificaciones (la cual muestra una gradual recuperación).

Desde el punto de vista de los sectores productivos, el patrón de crecimiento que se vislumbra a partir de los resultados del primer trimestre es el de una economía en la que numerosas ramas de actividad se están desempeñando satisfactoriamente. Las que más se destacaron por su contribución al crecimiento fueron los servicios financieros, comercio, industria manufacturera, minería y agricultura. Esta amplia base refleja un mercado local en expansión, donde consumidores e inversionistas han recuperado la confianza, y donde la abundante disponibilidad de crédito a tasas de interés atractivas ha permitido a los hogares y empresas concretar sus planes de consumo e inversión. En el caso de la minería su buen desempeño refleja la expansión que continúa dándose en la producción de petróleo y carbón, apoyada en buena parte con recursos de inversión extranjera. Finalmente, aunque en parte obedece a una base estadística muy baja, el elevado crecimiento del sector agropecuario (7,8%) muestra que el intenso invierno no afectó de manera significativa la actividad productiva en este sector, como inicialmente se temía.

A pesar de que la recuperación de la actividad económica ya se refleja en una mejoría del mercado laboral, Colombia sigue presentando tasas de desempleo altas. Las cifras a mayo mostraron un descenso de la tasa de desempleo frente al mismo mes del año anterior tanto en el nivel nacional como para las 13 principales áreas metropolitanas. En este último caso la reducción de la tasa de desempleo fue particularmente significativa al pasar de 12,8% a 11%. Las cifras para el trimestre móvil marzo-mayo —que reduce los errores estadísticos que se pueden cometer cuando se compara sólo un mes— confirman la tendencia decreciente de la tasa de desempleo rural y urbana, tal como se mostrará. Algo interesante que también se observa en las cifras es que la reducción de la tasa de desempleo se ha venido dando a la par con una mejoría en la calidad del empleo. Esto se constata en el hecho de que en lo corrido de 2011 la creación de empleos en las 13 áreas metropolitanas ha estado fuertemente concentrada en trabajo asalariado. De hecho, el incremento observado del consumo de los hogares ha sido en parte motivado por la mejora en la calidad del empleo.

La recuperación de la actividad económica y la mejoría en el mercado laboral se han venido dando en un contexto de inflación estable alrededor de 3%, correspondiente al punto medio del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el largo plazo (2% a 4%). Durante el año 2010 la inflación anual al consumidor fue de 3,17%, y al concluir el primer semestre de 2011 esta se situaba en 3,23%. Como era de esperar, durante el primer semestre del año las presiones alcistas se concentraron en los precios de los alimentos y en menor medida en los precios de los combustibles. Una vez se descuentan estos componentes, los indicadores resultantes que corresponden a medidas de inflación básica mostraron gran estabilidad. En efecto, al concluir el primer semestre del

La recuperación de la actividad económica y la mejoría en el mercado laboral se han venido dando en un contexto de inflación estable alrededor de 3%, correspondiente al punto medio del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el largo plazo (2% a 4%).

Durante el primer semestre del año las presiones alcistas se concentraron en los precios de los alimentos y en menor medida en los precios de los combustibles. Una vez se descuentan estos componentes, los indicadores resultantes que corresponden a medidas de inflación básica mostraron gran estabilidad.

año la inflación anual sin alimentos se situaba en 2,91% y la inflación anual sin alimentos ni regulados se ubicaba en 2,06%. La estabilidad de la inflación en Colombia en medio de un proceso de recuperación económica contrasta con lo que viene observándose en numerosos países donde las presiones inflacionarias comienzan a hacerse visibles. Según cifras del FMI, la inflación mundial repuntó de 3,25% en último trimestre de 2010 a 4% en el primer trimestre de 2011. La aceleración de la inflación en el ámbito global ha obedecido principalmente a incrementos superiores a los esperados en el precio de los productos básicos, en particular alimentos y combustibles, como también a crecientes presiones de demanda en economías que empiezan a crecer por encima de su capacidad potencial.

El reto que enfrentan las autoridades económicas en Colombia es preservar esta buena dinámica de la economía en un contexto de inflación estable. Los progresos que ya empiezan a observarse en cuanto a reducción del desempleo, mayor capacidad de consumo de los hogares e incremento de la inversión privada, solo lograrán consolidarse con un crecimiento económico sostenido en el mediano plazo que mejore el bienestar y reduzca la pobreza. Se trata entonces de un reto muy importante para el cual la JDBR y el Gobierno nacional trabajan coordinadamente.

En este contexto, la contribución de la política monetaria como pieza fundamental de la política macroeconómica es identificar situaciones que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación y, en el marco del esquema de inflación objetivo, actuar de manera oportuna utilizando los instrumentos de política más apropiados que aseguren una senda de crecimiento coherente con la estabilidad de precios. Eso es precisamente lo que la JDBR, con el apoyo de un equipo técnico altamente calificado, hace todo el tiempo. Los resultados de estos análisis se publican cada trimestre en el *Informe sobre Inflación* y en las minutas que reseñan las discusiones de las reuniones de la JDBR. De esta manera, se asegura la transparencia en las decisiones de política monetaria y se ofrece una guía importante para el público.

Como se explica en los documentos mencionados, muy temprano en el año los pronósticos indicaban que la actividad económica iba en camino de consolidar su recuperación, impulsada principalmente por la demanda interna privada. Ello hacía prever que la brecha del producto se cerraría, probablemente en el segundo semestre del año. Esto significaba que la capacidad ociosa que existía en la economía después de la desaceleración de 2009 progresivamente se iría agotando hasta dar paso a una situación de exceso de demanda que podría generar presiones inflacionarias. Otra pieza importante del análisis ha sido el seguimiento cuidadoso del comportamiento del crédito. Desde comienzos del año se observó que el crédito a las empresas y a los hogares crecía a tasas elevadas, con tendencia a acelerarse a medida que transcurría el semestre, lo cual se veía estimulado por unas tasas de interés reales activas y pasivas muy bajas, a las que se había llegado en el contexto de la política de estímulo monetario adoptada durante la crisis de 2009.

Ante este panorama, y en vista de que los análisis mostraban que la economía ya no requería el mismo estímulo macroeconómico que se adoptó durante la crisis, la

La contribución de la política monetaria como pieza fundamental de la política macroeconómica es identificar situaciones que puedan poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación y, en el marco del esquema de inflación objetivo, actuar de manera oportuna utilizando los instrumentos de política más apropiados que aseguren una senda de crecimiento coherente con la estabilidad de precios.

Una situación que se observó desde comienzos del año fue que el crédito de las empresas y hogares crecía a tasas elevadas, estimulado por unas tasas de interés reales activas y pasivas muy bajas, a las que se había llegado en el contexto de la política de estímulo monetario que se adoptó durante la crisis de 2009.

JDBR decidió cambiar progresivamente la postura de la política monetaria hacia un terreno menos expansivo. De esta forma, la JDBR incrementó la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos (pb) llevándola desde 3,0% a 4,25%, a razón de 25 pb en cada reunión entre febrero y junio. La información a comienzos de julio mostraba que este incremento se había transmitido completamente a las tasas del crédito comercial y de consumo, y parcialmente a las tasas de captación medida por los depósitos a término fijo. A pesar de ello, la información al concluir el primer semestre mostraba que la cartera total de crédito crecía a un ritmo de 19,9% anual y que el crédito de consumo se expandía a una tasa más elevada, de 24,8%. Si bien estas cifras no son tan altas como las que se alcanzaron a observar entre 2006 y 2007 (por encima del 40% anual), sí despiertan una alerta sobre los riesgos que los hogares, las empresas y el sistema financiero podrían estar acumulando.

En el curso del año la JDBR también ha prestado atención al análisis de las vulnerabilidades externas, tanto del conjunto de la economía, como de los agentes económicos privados, principalmente bancos, empresas y hogares. Este es un tema que cobra cada vez más importancia en vista de la creciente incertidumbre sobre el desempeño de la economía internacional, en especial de los países desarrollados.

Ante esta incertidumbre, la JDBR ha venido llevando a cabo una política prudente que proteja a la economía y minimice los riesgos de contingencias externas. En primer lugar, la JDBR solicitó al FMI la renovación de la línea de crédito flexible, la cual fue aprobada el 6 de mayo de 2011 por un valor de USD6.220 millones (m) con plazo de dos años. Este es un crédito a una tasa de interés concesional para apoyo a la balanza de pagos que el FMI sólo otorga a países miembros con buen desempeño económico, políticas prudentes y un sólido marco de política económica. En segundo término, la JDBR ha continuado su estrategia de acumulación de reservas internacionales, que reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar contingencias externas, provocadas por factores tales como deterioro de los términos de intercambio, pánicos financieros, paradas súbitas o reversión de los flujos de capital. Un nivel adecuado de reservas internacionales también sirve para mejorar la confianza en el país y, por ende, contribuye a reducir las primas de riesgo internacional. Con ese propósito, a través del mecanismo de subastas de compra directa de USD20 m diarios, durante el primer semestre de 2011 el Banco de la República ha acumulado reservas internacionales por valor de USD2.460 m. Esto ha permitido mantener adecuados indicadores de liquidez internacional y moderar la apreciación de la tasa de cambio.

Adicionalmente, en su esfuerzo por minimizar los riesgos externos, la JDBR viene haciendo regularmente un monitoreo detallado de los flujos de capital que están llegando al país, para identificar su modalidad y destino. Como se describe en el Recuadro 2, la inversión extranjera directa ha sido tradicionalmente la principal fuente de financiación del déficit en cuenta corriente y de acumulación de reservas internacionales. No obstante, a medida que el país se globaliza, los montos de inversión colombiana en el exterior también han ganado importancia, hasta el punto en que los flujos de entrada y de salida por este concepto casi que se igualan, como

Ante este panorama, y en vista de que los análisis mostraban que la economía ya no requería el mismo estímulo macroeconómico que se adoptó durante la crisis, la JDBR decidió cambiar progresivamente la postura de la política monetaria hacia un terreno menos expansivo.

En segundo término, la JDBR ha continuado su estrategia de acumulación de reservas internacionales, que reconoce la importancia de tener un nivel adecuado de liquidez internacional para enfrentar contingencias externas.

En su esfuerzo por minimizar los riesgos externos, la JDBR viene haciendo regularmente un monitoreo detallado de los flujos de capital que están llegando al país, para identificar su modalidad y destino.

ocurrió en 2010. De manera similar, la inversión de portafolio y el endeudamiento externo han venido adquiriendo importancia como recursos de financiamiento. Entre otros aspectos, la JDBR evalúa qué proporción de estos ingresos de capital extranjero se emplea para la financiación del déficit de la cuenta corriente y cuál se destina para la adquisición de activos externos o al reembolso de capital. También examina el impacto cambiario de estos flujos, los plazos en los cuales la deuda externa es contratada, y las coberturas que los agentes privados tienen sobre sus compromisos de deuda con el exterior. Este seguimiento está encaminado a identificar la exposición que los bancos, empresas y hogares pueden estar asumiendo frente a cambios sorpresivos de las condiciones externas, a fin de evaluar los riesgos sobre la estabilidad financiera y económica del país y la necesidad de medidas macroprudenciales adicionales a las existentes.

En términos generales, hasta el momento no se ha encontrado evidencia de un excesivo apalancamiento (relación deuda/ingreso disponible) para las empresas ni para los hogares que pudiera tener implicaciones serias sobre la estabilidad financiera. Adicionalmente, se ha verificado que cerca del 90% de los desembolsos de endeudamiento externo para el sector privado han sido cubiertos con *forward* (operaciones de derivados), lo cual limita el riesgo cambiario. En estas condiciones, el endeudamiento externo reciente y otras entradas de capital no señalan la conformación de desequilibrios financieros o reales significativos que ameriten adoptar medidas adicionales al ajuste de las tasas de interés que se está llevando a cabo, y a las normas prudenciales existentes que impiden los descalces de moneda y de plazos en el sector bancario. Desde luego este es un asunto que la JDBR continuará monitoreando con la regularidad necesaria.

La política fiscal constituye un segundo elemento fundamental de política macroeconómica para asegurar la sostenibilidad del crecimiento y la estabilidad financiera en un contexto de inflación estable. Durante el primer semestre de 2011 el Gobierno culminó el trámite de dos actos legislativos por medio de los cuales se modificó el régimen de regalías y se estableció un criterio de sostenibilidad fiscal que debe ser tomado en cuenta por las diferentes ramas del Poder Público. También se expidió una ley que fija una regla fiscal para las operaciones del Gobierno nacional central. La regla es aplicable al balance estructural total, el cual no podrá registrar un déficit superior al 1% del PIB a partir del año 2022 (Recuadro 4). Estas reformas contribuirán a dinamizar el crecimiento económico en el mediano plazo y a garantizar la sostenibilidad de la deuda pública. Adicionalmente, su carácter contracíclico será de gran ayuda para el adecuado funcionamiento del esquema de inflación objetivo. De otra parte, tanto la Ley de Regalías como la Regla Fiscal serán cruciales para asegurar un sano manejo de la bonanza minero-energética que ya empieza a vislumbrarse y se profundizará en los próximos años, tal como se describe en el Recuadro 3 de este Informe.

La coherencia de las políticas monetaria y fiscal, su prudencia en la anticipación de riesgos, y el buen desempeño económico en tiempos de crisis y recuperación, le han valido al país el reconocimiento de las tres principales calificadoras de riesgo internacional, al otorgarle el grado de inversión. Más de una década tardó

La coherencia de las políticas monetaria y fiscal, su prudencia en la anticipación de riesgos, y el buen desempeño económico en tiempos de crisis y recuperación, le han valido al país el reconocimiento de las tres principales calificadoras de riesgo internacional, al otorgarle el grado de inversión.

Colombia para retornar al selecto grupo de países en los cuales los inversionistas internacionales depositan su confianza. Este logro ofrece inmensas oportunidades de crecimiento y desarrollo que los colombianos debemos saber aprovechar.

* * *

Este *Informe de la Junta Directiva al Congreso* consta de cuatro capítulos. En el primero se discute el contexto internacional actual, donde se resaltan las diferencias en el desempeño económico entre economías avanzadas y emergentes, y se discuten las perspectivas económicas y principales riesgos que se perciben. El segundo capítulo examina el desempeño actual de la economía colombiana en los frentes de actividad económica, empleo, inflación y sector externo. Igualmente, discute la situación monetaria y financiera, y describe los principales elementos de la política monetaria y fiscal. Además, se presenta una sección que analiza el comportamiento de la economía regional en Colombia. El capítulo tercero describe la situación de las reservas internacionales, sus políticas de administración y el desempeño de las inversiones. Finalmente, el cuarto presenta la situación financiera del Banco de la República. El Informe contiene varios recuadros y sombreados que profundizan en temas de particular relevancia.